

2020年10月22日

南极电商 (002127.SZ)

公司快报

GMV 增速进一步提升，Q3 业绩增速环比改善

事件

公司披露三季报，前三季度实现营收 27.72 亿元/+4.73%，归母净利润 7.22 亿元/+19.90%，基本每股收益 0.30 元。其中 Q3 营收 11.46 亿元/+13.14%，归母净利润 2.91 亿元/+34.90%。

投资要点

◆ **GMV 增速进一步提升，Q3 南极业绩增速环比改善：**南极电商公司本部及时间互联利润率差异较大，营收主要受时间互联影响，利润主要受公司本部影响。营收端，Q2、Q3 公司营收分别增长 17.9%、13.1%，Q3 营收增速放缓主要受时间互联增速放缓影响，但时间互联 Q3 利润增速回暖。净利端，Q2、Q3 公司利润分别增长 14.4%、34.9%，Q3 增速提升主要是公司本部 GMV 增速提升、货币化率环比稳健，带动公司本部利润增速由 Q2 的 19%提升至 Q3 的 35%。

◆ **Q3 各平台 GMV 良性增长，季度货币化率环比基本持平：**GMV 方面，公司前三季度在各电商平台实现 GMV 228.53 亿元/+35.97%，其中 Q3 实现 GMV 84.76 亿元/+45.44%，基本延续 Q2 的 45%~50%增速。

分平台看，前三季度公司于阿里平台实现 GMV 约 136 亿元/+22.4%，其中 Q3 实现 GMV 增长 27.5%，阿里继续为公司核心平台。公司于拼多多平台实现 GMV 约 46 亿元/+113%，其中 Q3 增长 145%，增速有所提升。另外，公司于京东、唯品会实现 Q3 GMV 增速 30%、49%，各平台 GMV 继续良性增长。

分品牌看，前三季度南极人品牌实现 GMV 203 亿元/+40%，卡帝乐鳄鱼实现 GMV 21.5 亿元/+7.2%，精典泰迪实现 GMV 2.3 亿元/+56%。公司继续以南极人品牌为核心，凭借受低线城市用户欢迎的高性价比，持续推动公司规模增长。

货币化率方面，前三季度公司本部实现品牌服务费 7 亿元与经销商授权费超 5700 万元，其中 Q3 增速由 Q2 的约 23%提升至 30%。因此公司 Q3 公司实现货币化率约 3.6%，较 Q2 的 3.7%环比基本持平。Q2 公司于疫情后强化了对供应商的扶持力度，货币化率下降 17.5%，Q3 货币化率降幅已收窄至 10%，持续推动公司稳健增长。

◆ **GMV 增速提升及货币化率环比平稳推动本部向好，时间互联 Q3 环比改善：**公司本部方面，拆分公司本部及时间互联后，前三季度公司本部实现营收近 3.2 亿元/+25%，归母净利润 2.5 亿元/+35%，GMV 持续增加以及货币化率降幅收窄推动公司本部业绩向好，Q3 公司本部归母净利润增速约 35%，较 Q2 的 19%进一步改善。

时间互联方面，时间互联继续 VIVO 电商金融的核心代理商、小米广告效果类独家代理商、应用宝商业化核心代理商地位，并于年内成为 OPPO 网服核心代理商，客户拓展及业务深耕推动业绩平稳发展，前三季度归母净利润达 0.95 亿元/+4.7%，其中 Q3 利润增长约 32%，环比大幅改善。

◆ **业务结构变化推动利润率提升，聚焦主业使两业务利润率稳健：**盈利能力方面，Q3 公司毛利率净利率同比均有所提升，主要源于公司本部及时间互联两块业务利润率

商贸零售 | 连锁 III

投资评级

买入-B(维持)

股价(2020-10-22)

20.20 元

交易数据

总市值(百万元)	49,588.38
流通市值(百万元)	39,463.57
总股本(百万股)	2,454.87
流通股本(百万股)	1,953.64
12 个月价格区间	9.12/24.41 元

一年股价表现



资料来源：贝格数据

升幅%	1M	3M	12M
相对收益	10.53	-1.87	19.05
绝对收益	13.8	-1.66	67.91

分析师

王冯
SAC 执业证书编号：S0910516120001
wangfeng@huajinsec.cn
021-20377089

分析师

吴雨舟
SAC 执业证书编号：S0910520080001
wuyuzhou@huajinsec.cn
021-20377061

相关报告

南极电商：季度 GMV 增速恢复，加强对供应商的扶持力度影响短期货币化率
2020-08-24

南极电商：商业模式夯实电商地位，品类延展继续推升 GMV
2020-06-17

南极电商：全年公司本部净利增长 45%，高性价比有望继续推动 GMV 提升
2020-04-17

南极电商：公司本部维持利润高增速，激励计划剑指高增长
2019-10-18

南极电商：公司本部净利润增长 40%，核心品类市占率提升夯实规模壁垒
2019-08-22

差异较大，时间互联增速低于公司本部，高利润率的业务占比提升推升毛利率净利率。拆分来看，Q3 公司本部、时间互联分别实现净利率约 78%、5.3%，较去年同期的 72%、4.4% 有所提升，公司聚焦主业，利润率保持稳健。

现金流方面，前三季度公司实现经营活动现金净流入 7285 万元/-75%，主要源于疫情后客户回款较为缓慢，以及贷款净放款增加。Q2、Q3 以来公司经营活动现金净流入持续为正，Q4 为电商旺季，公司预计经营活动现金流将进一步改善。

◆ **投资建议：** 南极电商立足电商渠道，短期疫情影响不改变公司核心竞争力，且季度 GMV 增速恢复。行业存在冷冬预期背景下，公司有望凭借南极人品牌规模优势持续受益电商增长，并把握品类扩张机遇。2020 年公司激励计划考核目标为公司 2020 年净利润增长 28%。我们预测公司 2020 年至 2022 年每股收益分别为 0.63、0.81 和 1.01 元。净资产收益率分别为 19.0%、20.8% 和 22.1%，目前 PE（2020E）约为 32 倍，PE（2021E）约为 25 倍，维持“买入-B”建议。

◆ **风险提示：** 品类及品牌拓张存在不确定性；平台化运营质量管控能力受挑战；电商渠道发展将受平台竞争及各平台流量政策影响；行业存在去库存压力；时间互联业绩或不及预期。

财务数据与估值

会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
营业收入(百万元)	3,353	3,907	4,541	5,233	6,020
YoY(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
净利润(百万元)	886	1,206	1,546	1,977	2,490
YoY(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
EPS(摊薄/元)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01
ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
P/E(倍)	55.9	41.1	32.1	25.1	19.9
P/B(倍)	13.3	10.2	6.1	5.2	4.4
净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4

数据来源：Wind，贝格数据，华金证券研究所

财务报表预测和估值数据汇总

资产负债表(百万元)						利润表(百万元)					
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
流动资产	3058	4011	7606	8832	10980	营业收入	3353	3907	4541	5233	6020
现金	1,190	1,281	4,563	6,137	8,025	营业成本	2197	2403	2604	2780	2944
应收票据及应收账款	825	951	972	925	918	营业税金及附加	10	10	12	14	16
预付账款	553	229	523	218	485	营业费用	111	119	154	194	235
存货	3	5	4	6	2	管理费用	57	80	109	131	157
其他流动资产	487	50	53	55	58	研发费用	38	43	95	115	138
非流动资产	1,492	1,474	1,397	1,395	1,393	财务费用	5	-0	-27	-53	-71
长期投资	14	0	0	0	0	资产减值损失	21	-1	0	0	0
固定资产	3	7	-67	-67	-67	公允价值变动收益	0	0	0	0	0
无形资产	563	560	558	555	553	投资净收益	23	35	37	39	41
其他非流动资产	22	10	11	11	12	营业利润	937	1248	1630	2092	2642
资产总计	4549	5485	9004	10227	12373	营业外收入	26	31	32	34	35
流动负债	784	626	874	714	1117	营业外支出	0	0	0	0	0
短期借款	70	100	0	0	0	利润总额	963	1278	1662	2126	2678
应付票据及应付账款	52	69	67	87	93	所得税	76	72	116	149	187
其他流动负债	125	137	144	151	158	税后利润	887	1206	1546	1977	2490
非流动负债	1	0	0	0	0	少数股东损益	1	0	0	0	0
长期借款	0	0	0	0	0	归属母公司净利润	886	1206	1546	1977	2490
其他非流动负债	1	0	0	0	0	EBITDA	946	1334	1686	2049	2583
负债合计	785	626	874	714	1117	主要财务比率					
少数股东权益	26	0	0	0	0	会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E
股本	417	417	2455	2455	2455	成长能力					
资本公积	1481	1479	1479	1479	1479	营业收入(%)	240.1	16.5	16.2	15.2	15.0
留存收益	1908	3114	4196	5580	7323	营业利润(%)	56.0	33.2	30.6	28.4	26.3
归属母公司股东权益	3739	4859	8130	9514	11257	归属于母公司净利润(%)	65.9	36.1	28.1	27.9	26.0
负债和股东权益	4549	5485	9004	10227	12373	获利能力					
现金流量表(百万元)						毛利率(%)	34.5	38.5	42.6	46.9	51.1
会计年度	2018A	2019A	2020E	2021E	2022E	净利率(%)	26.4	30.9	34.0	37.8	41.4
经营活动现金流	551	1255	1595	2082	2533	ROE(%)	23.7	24.8	19.0	20.8	22.1
净利润	887	1206	1546	1977	2490	ROIC(%)	49.2	44.9	68.8	92.0	127.9
折旧摊销	5	46	83	10	11	偿债能力					
财务费用	5	-0	-27	-53	-71	资产负债率(%)	17.3	11.4	9.7	7.0	9.0
投资损失	-23	-35	-37	-39	-41	流动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
营运资金变动	-709	497	30	188	144	速动比率	3.9	6.4	8.7	12.4	9.8
其他经营现金流	386	-459	0	0	0	营运能力					
投资活动现金流	-464	-1596	33	31	31	总资产周转率	0.7	0.7	0.5	0.5	0.5
筹资活动现金流	-358	-61	1654	-540	-676	应收账款周转率	5.0	4.7	5.1	6.0	7.2
每股指标(元)						应付账款周转率	88.4	64.7	66.8	67.8	66.9
每股收益(最新摊薄)	0.36	0.49	0.63	0.81	1.01	估值比率					
每股经营现金流(最新摊薄)	0.22	0.51	0.65	0.85	1.03	P/E	55.9	41.1	32.1	25.1	19.9
每股净资产(最新摊薄)	1.52	1.98	3.31	3.88	4.59	P/B	13.3	10.2	6.1	5.2	4.4
						EV/EBITDA	2.1	1.4	25.8	20.5	15.5

资料来源: Wind, 贝格数据, 华金证券研究所

公司评级体系

收益评级：

买入—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 15%以上；

增持—未来 6 个月的投资收益率领先沪深 300 指数 5%至 15%；

中性—未来 6 个月的投资收益率与沪深 300 指数的变动幅度相差-5%至 5%；

减持—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 5%至 15%；

卖出—未来 6 个月的投资收益率落后沪深 300 指数 15%以上；

风险评级：

A —正常风险，未来 6 个月投资收益率的波动小于等于沪深 300 指数波动；

B —较高风险，未来 6 个月投资收益率的波动大于沪深 300 指数波动；

分析师声明

王冯、吴雨舟声明，本人具有中国证券业协会授予的证券投资咨询执业资格，勤勉尽责、诚实守信。本人对本报告的内容和观点负责，保证信息来源合法合规、研究方法专业审慎、研究观点独立公正、分析结论具有合理依据，特此声明。

本公司具备证券投资咨询业务资格的说明

华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）经中国证券监督管理委员会核准，取得证券投资咨询业务许可。本公司及其投资咨询人员可以为证券投资人或客户提供证券投资分析、预测或者建议等直接或间接的有偿咨询服务。发布证券研究报告，是证券投资咨询业务的一种基本形式，本公司可以对证券及证券相关产品的价值、市场走势或者相关影响因素进行分析，形成证券估值、投资评级等投资分析意见，制作证券研究报告，并向本公司的客户发布。

免责声明：

本报告仅供华金证券股份有限公司（以下简称“本公司”）的客户使用。本公司不会因为任何机构或个人接收到本报告而视其为本公司的当然客户。

本报告基于已公开的资料或信息撰写，但本公司不保证该等信息及资料的完整性、准确性。本报告所载的信息、资料、建议及推测仅反映本公司于本报告发布当日的判断，本报告中的证券或投资标的价格、价值及投资带来的收入可能会波动。在不同时期，本公司可能撰写并发布与本报告所载资料、建议及推测不一致的报告。本公司不保证本报告所含信息及资料保持在最新状态，本公司将随时补充、更新和修订有关信息及资料，但不保证及时公开发布。同时，本公司有权对本报告所含信息在不发出通知的情形下做出修改，投资者应当自行关注相应的更新或修改。任何有关本报告的摘要或节选都不代表本报告正式完整的观点，一切须以本公司向客户发布的本报告完整版本为准，如有需要，客户可以向本公司投资顾问进一步咨询。

在法律许可的情况下，本公司及所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券或期权并进行证券或期权交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务，提请客户充分注意。客户不应将本报告为作出其投资决策的惟一参考因素，亦不应认为本报告可以取代客户自身的投资判断与决策。在任何情况下，本报告中的信息或所表述的意见均不构成对任何人的投资建议，无论是否已经明示或暗示，本报告不能作为道义的、责任的和法律的依据或者凭证。在任何情况下，本公司亦不对任何人因使用本报告中的任何内容所引致的任何损失负任何责任。

本报告版权仅为本公司所有，未经事先书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制、发表、转发、篡改或引用本报告的任何部分。如征得本公司同意进行引用、刊发的，需在允许的范围内使用，并注明出处为“华金证券股份有限公司研究所”，且不得对本报告进行任何有悖原意的引用、删节和修改。

华金证券股份有限公司对本声明条款具有惟一修改权和最终解释权。

风险提示：

报告中的内容和意见仅供参考，并不构成对所述证券买卖的出价或询价。投资者对其投资行为负完全责任，我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。

华金证券股份有限公司

地址：上海市浦东新区杨高南路 759 号（陆家嘴世纪金融广场）31 层

电话：021-20655588

网址：www.huajinsc.cn